

## 业绩+分红双超预期，新船投用在即，竞争优势凸显

### 核心观点

- **公司发布 22 年半年报，总体盈利超预期。**上半年实现营收 72.3 亿，同比 29.0%，归母净利 15.4 亿，同比 40.0%，扣非净利 12.8 亿，同比 137.0%。**分季度看**，Q2 营收 39.4 亿，同比 32.6%，环比 19.6%，归母净利 9.18 亿，去年 Q2 为 8.7 亿，同比 5.5%，环比 47.1%，Q2 扣非净利 7.8 亿，去年同期为 3.34 亿，同比 233%，主要由于去年出售 4 艘自有船舶资产处置收益 6.27 亿。**特别值得一提公司实施首次半年度利润分配**，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 12 元，合计 17.0 亿元。
- **内贸集运市场运力紧张，运价维持高位。**运力端，由于疫情反复内贸集运企业运力投放谨慎叠加内贸运力补充外贸等原因，运力趋于紧张。21 年国内沿海省际运输集装箱船舶运力（700TEU 以上，不含多用途船）同比增速为-6.7%。**运价端**，运力紧缺推升运价，上半年 PDCI（泛亚内贸集装箱运价指数）均值同比增长 27%。**公司经营表现突出**，公司上半年加权总运力 240 万载重吨，同比下降 3.8%，完成运输量 579 万标准箱，同比下降 6.64%，运价水平的提升带动公司业绩大幅提升。
- **4 季度起新船陆续交付，成本显著降低，公司竞争优势凸显。**公司此前订购 18 艘 4600TEU，8.9 万吨级集装箱船舶，将从 10 月起按照每月 1 艘节奏投入运营。我们认为新船投用将为公司带来新的竞争优势：**1) 运力显著提升，单位成本下降。**18 艘大船合计贡献 160 万载重吨，即相比当前运力增长 67%，而大船显著的规模效应将有效带动公司单箱成本下降，此外自有船舶替换成本较高的外租船舶，可进一步降低单位成本；**2) 小高箱+大船，吸引增量客户资源。**公司推出小高箱，单箱收费标准不变同时容积增加 4 m<sup>3</sup>，降低单吨客户费用，吸引增量客户，同时可实现铁路无换装高效作业，充当铁路箱，极大便利大宗商品多式联运，提升整体效率。

### 盈利预测与投资建议

- 我们调整公司 22-23 年预测，并添加 24 年预测，预计 22-23 年归母净利润分别为 30.60、27.65 亿（原预测 20.79、22.53 亿），24 年为 28.19 亿。参考可比公司调整后 22 年平均估值 9 倍，考虑公司优秀的成本管控能力和运营效率，并结合公司较高的分红水平，给予 10%溢价，对应估值 10 倍，对应目标价 21.6 元，维持增持评级。

### 风险提示

疫情持续时间超预期、宏观经济波动致内贸需求下滑、外贸运力回流加大行业价格压力、燃油成本大幅上涨

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,419	12,291	14,674	15,138	16,264
同比增长(%)	5.2%	18.0%	19.4%	3.2%	7.4%
营业利润(百万元)	1,368	3,218	4,092	3,699	3,772
同比增长(%)	18.8%	135.1%	27.2%	-9.6%	2.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,019	2,404	3,060	2,765	2,819
同比增长(%)	18.8%	136.0%	27.3%	-9.7%	2.0%
每股收益(元)	0.72	1.69	2.16	1.95	1.99
毛利率(%)	14.0%	21.3%	26.5%	23.3%	21.5%
净利率(%)	9.8%	19.6%	20.9%	18.3%	17.3%
净资产收益率(%)	25.1%	32.3%	29.1%	23.8%	22.8%
市盈率	26.0	11.0	8.6	9.6	9.4
市净率	5.1	2.7	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

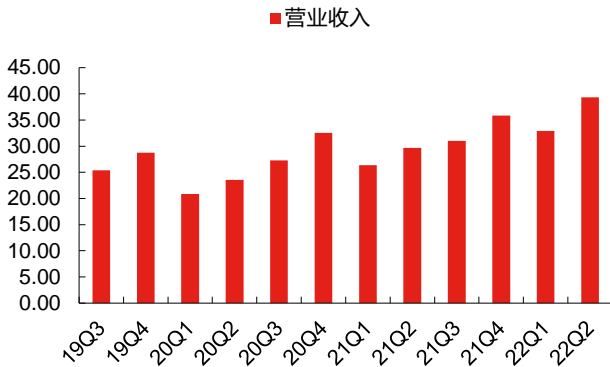
投资评级	增持（维持）
股价（2022年08月09日）	18.64元
目标价格	21.6元
52周最高价/最低价	30.06/14.5元
总股本/流通A股（万股）	141,896/43,443
A股市值（百万元）	26,449
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2022年08月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.23	21.7	5.8	-19.91
相对表现	-1.37	29.63	5.79	3.98
沪深300	1.6	-7.93	0.01	-23.89

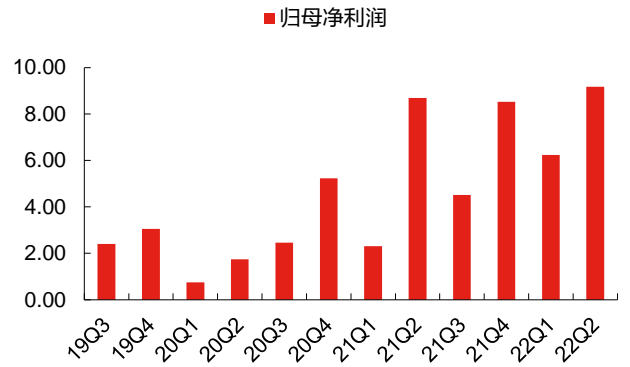


### 证券分析师

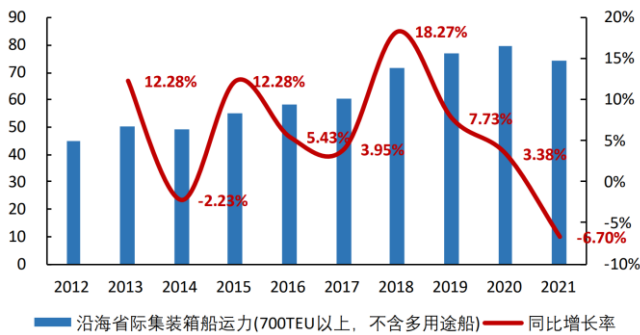
刘阳 liuyang6@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860522030001

**图 1：中谷物流单季收入（亿元）**


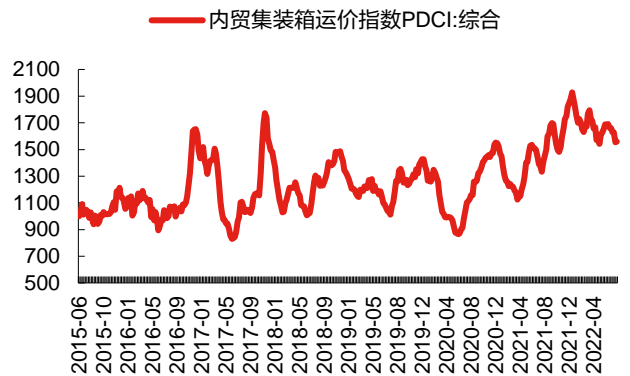
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 2：中谷物流单季利润（亿元）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 3：沿海省际集装箱船运力（万 TEU）**


数据来源：公司半年报、东方证券研究所

**图 4：内贸集装箱运价指数 PDCI**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

基于 1) 21 年盈利超过原预测 (21 年净利润 24.04 亿元, 原预测 20.10 亿); 2) 22 年内贸集运运价延续增长趋势, 上半年运价同比增长 27%, 下半年进入旺季, 预计仍将延续涨势; 3) 产能方面考虑公司自 22 年 10 月起按照每月 1 艘速度引进新船, 公司产能大幅提升, 未来 18 艘新船总产能达到公司现有运力的 67%。我们作出预测:

1) 预测水运箱量 22-24 年分别为 510.65、638.31 和 746.83 万 TEU, 同比分别增长 2%、25%和 17%, 水运单位价格分别为 2435.77、1948.62 和 1753.76 元/TEU, 同比分别增长 20%、-20%和 -10%, 二者合计带动水运业务收入 22-24 年分别为 124.38、124.38 和 130.98 亿元, 同比分别增长 22.4%、0.0%和 5.3%, 水运业务毛利率分别为 30.93%、27.53%和 25.91%;

2) 预测陆运箱量 22-24 年分别为 300.62、345.72 和 397.58 万 TEU, 同比分别增长 0%、15%和 15%, 陆运单位价格分别为 743.66、780.85 和 796.46 元/TEU, 同比分别增长 5%、5%和 2%,

二者合计带动陆运业务收入 22-24 年分别为 22.36、27.00 和 31.67 亿元，同比分别增长 5.0%、20.8%和 17.3%%，陆运业务毛利率分别为 1.75%、3.99%和 3.41%；

3) 预测公司 22-24 年合计收入 146.74、151.38 和 162.64 亿元，同比分别增长 19.39%、3.16%和 7.44%，综合毛利率分别为 26.49%、23.33%和 21.53%。

### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>水运业务</b>					
销售收入（百万元）	8,123.0	10,162.0	12,438.3	12,438.3	13,097.5
增长率	6.9%	25.1%	22.4%	0.0%	5.3%
毛利率	16.9%	25.4%	30.9%	27.5%	25.9%
<b>陆运业务</b>					
销售收入（百万元）	2,296.0	2,129.2	2,235.6	2,699.5	3,166.6
增长率	-0.2%	-7.3%	5.0%	20.8%	17.3%
毛利率	3.6%	1.7%	1.7%	4.0%	3.4%
合计	10,419.2	12,291.2	14,673.9	15,137.8	16,264.1
增长率	5.2%	18.0%	19.4%	3.2%	7.4%
综合毛利率	14.0%	21.3%	26.5%	23.3%	21.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>核心假设</b>						
水运箱量（万 TEU）	592.13	609.90	-	510.65	638.31	746.83
变动幅度				-13.8%	4.7%	
水运单位价格（元/TEU）	1,753.45	1,788.52	-	2,435.77	1,948.62	1,753.76
变动幅度				38.9%	9.0%	
陆运箱量（万 TEU）	319.04	334.99	-	300.62	345.72	397.58
变动幅度				-5.8%	3.2%	
陆运单位价格（元/TEU）	794.66	802.60	-	743.66	780.85	796.46
变动幅度				-6.4%	-2.7%	
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>水运业务</b>						
销售收入	10,383	10,908	-	12,438	12,438	13,098
变动幅度				19.8%	14.0%	
毛利率	27.01%	27.73%	-	30.93%	27.53%	25.91%
变动幅度				3.9%	-0.2%	
<b>陆运业务</b>						
销售收入	2,535	2,689	-	2,236	2,700	3,167
变动幅度				-11.8%	0.4%	
毛利率	3.65%	3.70%	-	1.7%	4.0%	3.4%
变动幅度				-1.9%	0.3%	
销售收入合计	12,918	13,597	-	14,674	15,138	16,264
变动幅度				13.6%	11.3%	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>综合毛利率</b>	<b>22.43%</b>	<b>22.98%</b>	<b>26.49%</b>	<b>23.33%</b>	<b>21.53%</b>
<b>变动幅度</b>			<b>4.1%</b>	<b>0.4%</b>	

数据来源：东方证券研究所

**表 2：主要财务数据变动分析表**

主要财务信息	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,918	13,597		14,674	15,138	16,264
变动幅度				<b>13.6%</b>	<b>11.3%</b>	
营业利润(百万元)	2,791	3,026		4,092	3,699	3,772
变动幅度				<b>46.6%</b>	<b>22.2%</b>	
归属母公司净利润(百万元)	2,079	2,253		3,060	2,765	2,819
变动幅度				<b>47.2%</b>	<b>22.7%</b>	
每股收益(元)	2.40	2.60		2.16	1.95	1.99
变动幅度				<b>-10.1%</b>	<b>-25.1%</b>	
毛利率(%)	22.4%	23.0%		26.49%	23.33%	21.53%
变动幅度				<b>4.1%</b>	<b>0.4%</b>	
净利率(%)	16.1%	16.6%		20.85%	18.26%	17.33%
变动幅度				<b>4.8%</b>	<b>1.7%</b>	

数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

公司作为内贸集运龙头，受益物流多式联运大趋势，成本和效率行业领先。运价趋势角度，目前内外贸运价差仍大，内贸运力紧张局面预计仍将延续较长时间。

我们调整公司 22-23 年预测，并添加 24 年预测，预计 22-23 年归母净利润分别为 30.60、27.65 亿（原预测 20.79、22.53 亿），24 年为 28.19 亿。参考可比公司调整后 22 年平均估值 9 倍，考虑公司优秀的成本管控能力和运营效率，并结合公司较高的分红水平，给予 10% 溢价，对应估值 10 倍，对应目标价 21.6 元，维持增持评级。

**图 5：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元) 2022/8/9	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中远海控	601919	13.53	5.5493	7.2975	4.4638	2.6261	2.44	1.85	3.03	5.15
华贸物流	603128	8.36	0.6390	0.7700	0.9600	1.1800	13.08	10.86	8.71	7.08
招商轮船	601872	6.86	0.4451	0.6354	0.7492	1.0662	15.41	10.80	9.16	6.43
招商南油	601975	3.59	0.0611	0.3162	0.4254	0.3954	58.76	11.35	8.44	9.08
海丰国际	01308	25.25	4.3700	4.8600	4.1400	4.2300	5.78	5.20	6.10	5.97
	最大值						58.76	11.35	9.16	9.08
	最小值						2.44	1.85	3.03	5.15
	平均数						19.09	8.01	7.09	6.74
	调整后平均						11.42	8.95	7.75	6.50

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

1) 疫情持续时间超预期：疫情对经济和内贸航运均有显著影响；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- 2) 宏观经济波动致内贸需求下滑：经济波动导致下游大宗商品需求下滑，致使内贸需求下滑；
- 3) 外贸运力回流加大行业价格压力：疫情期间部分内贸船舶转至外贸，后续伴随外贸回落，运力或回流内贸，加大行业价格压力；
- 4) 燃油成本大幅上涨：油价大幅上涨冲击成本。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,415	2,802	5,410	4,675	5,913	营业收入	10,419	12,291	14,674	15,138	16,264
应收票据、账款及款项融资	472	563	636	649	690	营业成本	8,961	9,677	10,787	11,606	12,763
预付账款	187	162	228	235	240	营业税金及附加	11	27	29	30	33
存货	94	80	99	108	114	销售费用	21	27	31	32	35
其他	1,464	7,378	5,251	5,257	5,263	管理费用及研发费用	157	210	225	240	262
<b>流动资产合计</b>	<b>5,632</b>	<b>10,985</b>	<b>11,623</b>	<b>10,925</b>	<b>12,220</b>	财务费用	210	210	96	197	155
长期股权投资	385	380	385	385	385	资产、信用减值损失	4	3	0	0	0
固定资产	5,278	3,500	4,247	6,939	7,384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	5	80	1,250	325	0	投资净收益	82	131	200	220	242
无形资产	93	213	208	203	197	其他	232	950	388	446	513
其他	168	2,163	1,403	1,402	1,402	<b>营业利润</b>	<b>1,368</b>	<b>3,218</b>	<b>4,092</b>	<b>3,699</b>	<b>3,772</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,929</b>	<b>6,336</b>	<b>7,492</b>	<b>9,255</b>	<b>9,369</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11,561</b>	<b>17,322</b>	<b>19,115</b>	<b>20,179</b>	<b>21,589</b>	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,367</b>	<b>3,216</b>	<b>4,091</b>	<b>3,697</b>	<b>3,770</b>
应付票据及应付账款	1,753	2,056	2,155	2,351	2,615	所得税	344	810	1,028	930	948
其他	1,416	2,316	2,492	2,634	2,793	<b>净利润</b>	<b>1,024</b>	<b>2,406</b>	<b>3,063</b>	<b>2,767</b>	<b>2,822</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,168</b>	<b>4,371</b>	<b>4,646</b>	<b>4,985</b>	<b>5,408</b>	少数股东损益	5	2	3	3	3
长期借款	1,351	1,491	1,491	1,491	1,491	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,019</b>	<b>2,404</b>	<b>3,060</b>	<b>2,765</b>	<b>2,819</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.72	1.69	2.16	1.95	1.99
其他	1,839	1,725	1,619	1,719	1,819						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,190</b>	<b>3,216</b>	<b>3,110</b>	<b>3,210</b>	<b>3,310</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,359</b>	<b>7,587</b>	<b>7,756</b>	<b>8,194</b>	<b>8,718</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	31	31	34	37	40	成长能力					
实收资本(或股本)	667	959	1,419	1,419	1,419	营业收入	5.2%	18.0%	19.4%	3.2%	7.4%
资本公积	2,050	4,486	4,026	4,026	4,026	营业利润	18.8%	135.1%	27.2%	-9.6%	2.0%
留存收益	2,455	4,259	5,881	6,504	7,387	归属于母公司净利润	18.8%	136.0%	27.3%	-9.7%	2.0%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,202</b>	<b>9,734</b>	<b>11,360</b>	<b>11,985</b>	<b>12,872</b>	毛利率	14.0%	21.3%	26.5%	23.3%	21.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,561</b>	<b>17,322</b>	<b>19,115</b>	<b>20,179</b>	<b>21,589</b>	净利率	9.8%	19.6%	20.9%	18.3%	17.3%
						ROE	25.1%	32.3%	29.1%	23.8%	22.8%
						ROIC	20.4%	26.3%	24.1%	20.6%	19.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	55.0%	43.8%	40.6%	40.6%	40.4%
净利润	1,024	2,406	3,063	2,767	2,822	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	352	93	292	441	589	流动比率	1.78	2.51	2.50	2.19	2.26
财务费用	210	210	96	197	155	速动比率	1.75	2.49	2.48	2.17	2.24
投资损失	(82)	(131)	(200)	(220)	(242)	营运能力					
营运资金变动	373	928	134	302	366	应收账款周转率	23.1	25.4	25.7	23.6	24.3
其它	140	(331)	477	0	0	存货周转率	105.8	111.0	120.8	112.3	115.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,017</b>	<b>3,176</b>	<b>3,862</b>	<b>3,487</b>	<b>3,690</b>	总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,050)	1,496	(2,203)	(2,203)	(703)	每股指标(元)					
长期投资	(346)	5	(5)	0	0	每股收益	0.72	1.69	2.16	1.95	1.99
其他	(804)	(7,306)	2,304	220	242	每股经营现金流	3.03	3.31	2.72	2.46	2.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,201)</b>	<b>(5,804)</b>	<b>96</b>	<b>(1,983)</b>	<b>(461)</b>	每股净资产	3.64	6.84	7.98	8.42	9.04
债权融资	629	(392)	185	100	100	估值比率					
股权融资	1,396	2,728	0	0	0	市盈率	26.0	11.0	8.6	9.6	9.4
其他	(709)	(315)	(1,534)	(2,339)	(2,091)	市净率	5.1	2.7	2.3	2.2	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,317</b>	<b>2,021</b>	<b>(1,350)</b>	<b>(2,239)</b>	<b>(1,991)</b>	EV/EBITDA	10.0	5.5	4.3	4.4	4.3
汇率变动影响	(0)	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.2	5.6	4.6	4.9	4.9
<b>现金净增加额</b>	<b>1,133</b>	<b>(612)</b>	<b>2,608</b>	<b>(735)</b>	<b>1,238</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)